

論 説

新株予約権付社債における 新株予約権の「公正価値」 ——オートバックスセブン事件・丸八証券事件・MSCB——

渡 辺 宏 之

はじめに

1. 新株予約権付社債と有利発行
2. 新株予約権付社債における、新株予約権の「分離評価」と「一体評価」の問題
 - (1) 従来の一価評価と平成13年商法改正
 - (2) 分離評価の問題点
 - (3) 会計処理の観点から両者に有意な差異はないとする見解について
3. 分離評価と一体評価を統合する視点（私見）
4. オートバックスセブン事件の概要・決定要旨
5. 新株予約権のオプション価値評価と前提条件
 - (1) 総論
 - (2) 市場での流動性制約
 - (3) 発行会社による繰上償還条項
 - (4) 希薄化
 - (5) 支配権プレミアム
6. 普通社債の利率と本件転換社債の利率比較に関する問題
 - (1) 利率比較の前提としての「比較可能性」
 - (2) 「追加スプレッド」の合理性
7. オートバックスセブン事件に関する総括
8. 丸八証券事件
 - (1) 事案の概要
 - (2) 転換価額・行使期間と有利発行性

- (3) 価値評価の「幅」と有利発行性の判断について
 - (4) 新株予約権付社債の実質的な利回りと「劣後特約」の評価
 - (5) 丸八証券事件に関する総括
9. MSCB (転換価額修正型新株予約権付社債) における公正価値と有利発行該当性の問題
- (1) MSCB (転換価額修正型新株予約権付社債) における新株予約権の「公正価値」
 - (2) MSCB 発行と第三者割当増資との相違
～第三者割当増資に関する「日証協ルール」について
 - (3) 具体的事例
 - ①ニッポン放送事件、②アーバンコーポレイション事件
 - (4) MSCB の公正価値と有利発行該当性に関する総括
- おわりに

はじめに

近時、デリバティブ取引等の金融商品に関する紛争のみならず、会社法・金融商品取引法に関する紛争全般において、「金融商品の公正価値」が重要な争点となる事案の増加が顕著にみられる。しかしながら、頻発する「デリバティブ関連の金融商品」に関する紛争において、それらの「公正価値」⁽¹⁾ についての問題意識と方法論は、未だ不十分な状況であるといえる。そして、こうした状況は、オプションの一種である「新株予約権」やそれを組み込んだ「新株予約権付社債」に関する紛争事案についても同様であり、一方で、MSCB や MS ワラントさらには昨今の種々のエクイテ⁽²⁾

(1) 拙稿「金融商品取引における合意の前提条件の説明のあり方」『金融・商事判例1511号増刊号／金融取引の適合性原則・説明義務を巡る判例の分析と展開』（加藤新太郎・奈良輝久編、2017年）所収、同「金利スワップ取引は単純か？～平成25年最高裁判決の再検討」早稲田法学90巻3号79頁、等参照。

(2) 拙稿「新株予約権付社債と『公正価値』」ビジネス法務2016年5月号127頁、同「不正なエクイティ・ファイナンスと新株予約権」ビジネス法務2015年5月号136

イ・ファイナンスのスキーム等、複雑な資金調達スキームが日々開発され発展している状況である。

以上のような状況下、本稿は、新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」の問題に焦点を当てて考察するものである。これまでの裁判例であるオートボックスセブン事件および丸八証券事件を対象に具体的な検討を行い、また近時その是非をめぐり議論が絶えないMSCB(転換価額修正条項付転換社債)の「公正価値」に関する考え方についても見解を述べる。

1. 新株予約権付社債と有利発行

新株予約権付社債は、新株予約権を付した社債(会社法2条22号)である。新株予約権付社債の募集については、社債の募集に関する規定は適用されず(会社法248条)、新株予約権の募集に関する規定が適用される。また、実務上は、新株予約権と引換えにする金銭の払込みを要しないという取扱いが一般になされている⁽³⁾が、こうした取扱いは、金銭の払込みを要しない場合(会社法238条1項2号)として、新株予約権の有利発行(同238条3項1号)となり、株主総会の特別決議(同309条2項6号)を要することになると考える。ただし、立案担当者の説明によれば、当然に有利発行に該当するものではなく、新株予約権の価値と比較してそれが特に有利な条件であると考えられる場合にのみ、有利発行として扱われるべきとされている⁽⁴⁾。

頁、等参照。

(3) 日本証券業協会・転換社債に関するワーキング・グループ「商法改正に伴う転換社債の取扱いについて」(平成14年2月28日)参照。

(4) 相澤哲編著『立案担当者による新・会社法の解説』(商事法務、2006年)64頁(豊田祐子)。なお、会社法238条3項1号では特に有利な「金額」ではなく「条件」という文言が用いられているが、それはそもそも払込金額の問題が生じないからである。もっとも有利性の判断は、あくまで既存株主の受けるであろう経済的不利益との関係で決まり、発行条件が有利であればこれは金額に反映すべきものであるか

しかしながら、新株予約権付社債の有利発行該当性の問題を考えるにあたり、新株予約権付社債に付された新株予約権の評価（公正価値評価）をそもそもいかなる方法により行うべきか、その際に新株予約権付社債に内包される新株予約権の「対価」をいかに算定すべきか等につき、議論は未だ収束に至っていない。また、「①市場での流動性制約、②繰上償還条項、③希薄化、④支配権プレミアム」等の諸条件を、新株予約権の評価の際にいかに勘案すべきかについても明確な判断基準等は形成されていない。

2. 新株予約権付社債における、新株予約権の「分離評価」と「一体評価」の問題

(1) 従来の一体評価と平成13年改正商法

新株予約権付社債の新株予約権部分の公正価値を算定する方法には、分離評価と一体評価の2つの方法があるとこれまで考えられてきた。分離評価は、新株予約権を単独でオプション評価モデルで評価する方法である。それに対し、一体評価は、新株予約権が社債部分と切り離せないものとして、新株予約権付社債全体の価値から社債部分の価値を差し引いたものを新株予約権の価値とする方法である。

平成13年改正商法前の転換社債は、「転換権部分と社債部分は不可分であり、発行時にも流通時にも一体としてプライシングがなされているため、転換権部分の価値は明確に認識されていない」ものであったといわれ⁽⁵⁾る。

これに対し、平成13年改正商法以降は、新株予約権付社債における新株予約権部分の価値と社債部分の価値を明確に認識しているといつてよい。⁽⁶⁾

ら同条同項2号との実質的な差異はないと考えられている。〔酒巻俊雄・龍田節編『逐条解説会社法第3巻』（中央経済社、2009年）259頁（松井秀征）〕。

(5) 日本証券業協会・前掲注3・138頁。

(6) 田邊宏康「判批（オートボックスセブン事件）」判例タイムズ1268号74頁。

立案担当者の説明によれば、転換社債型新株予約権付社債について、社債部分と新株予約権部分を明確に区分している。⁽⁷⁾

(2) 分離評価の問題点

現在の学説は基本的に分離評価説を支持しているものの、その問題点についてもいくつかの点が指摘されている。転換社債型新株予約権付社債の場合、新株予約権が行使されると社債は消滅し、新株予約権と社債は分ちがたく結びついているため、新株予約権の部分だけを分離して評価することができるのか疑問であるとして、転換社債型新株予約権付社債を一体として評価するべきとする見解がある⁽⁸⁾(河本一郎博士等)。オートボックスセブン事件(後掲)における債権者代理人も、転換社債はむしろこれを一体として評価する実務においては一体評価すること(一体評価)が一般的であると指摘し、同事件決定の採用した分離評価に疑問を呈し、次のように述べている。『転換社債型新株予約権付社債』については、新株予約権の分離行使ができずかつ新株予約権を行使すれば社債は消滅するという性質上、新株予約権と社債が一体と解されることから、経済的にはそれらを分離して評価することができないと一般的には考えられている。そして、転換社債の場合の有利発行性についてはオプション部分のみを取り出すのではなく、転換社債全体の評価によるべきなのではないかといった観点から検討がなされるべきである⁽⁹⁾とする。

また、新株予約権付社債においては、社債部分の時価は刻々変動する一

(7) 江頭憲治郎ほか「〈座談会〉新株予約権・種類株式をめぐる実務的対応(上)」商事法務1628号8頁(原田晃治発言)。

(8) 江頭憲治郎『株式会社法〔第6版〕』(有斐閣、2015年)788頁等。

(9) 「転換社債型新株予約権付社債2」『転換社債型新株予約権付社債の理論と実務』42頁(河本一郎発言)、武井一浩＝中山龍太郎＝今泉勇「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応〔V〕」商事法務1880号47頁も、同様の点を指摘する。

(10) オートボックスセブン事件(後掲)においては、債権者(提訴株主)側では、一体評価に基づく新株予約権の公正価値評価がなされた。穂高弥生子・I&M ニューズレター Legal Update 2007年12月参照。

方で、新株予約権行使に際して株式の対価として払い込む金額は一定（社債の額面金額）となる特性を有するが、分離評価においてはこうした新株予約権付社債の特性が勘案されない。さらに、新株予約権付社債には、発行会社による繰上償還条項が付されるのが一般的であり、発行会社が繰上償還すれば新株予約権部分が消滅する。さらに、新株予約権が行使されれば社債部分が消滅することになるが、分離評価においてはこれらの可能性も勘案されない⁽¹¹⁾。

しかしながら、現状では、以上のような分離評価の問題点が指摘されつつも、具体的な一体評価の方法の難しさや、従来の実務における一体評価において新株予約権のオプション価値が正當に認識されてこなかったこと等のため、一体評価を正面から主張する見解は少数である。

それゆえ、分離評価の問題点を認識しつつも結果的に分離評価を支持する見解が、最近では一般的であったと思われる。例えば、弥永真生教授は、「一体評価の見解がより理論的には適切であるようにも思われるが、売建てオプションを用いれば、事実上は、新株予約権のみを売却したのと同じ経済的効果を楽しむつつ、社債部分のみを実査的には保有し続けることができること、実務上も、オプション部分のみを算定する方が容易である場合があることを考慮すると、分離評価にも説得力はあろう。」と述べている⁽¹²⁾。

久保田安彦教授も「こうした分離評価説の背景にあるのは、一つは、実務が新株予約権付社債を一体評価するにあたり、オプション評価モデルを用いていないのではないのかという疑念なのかもしれない」とし、「たしかに、仮にオプション評価モデルを利用していないことの隠れ蓑として、実務で一体評価説が採用されているとすれば、強い批判を免れることはできないであろう⁽¹³⁾」と述べている。

(11) 久保田安彦「転換社債型新株予約権付社債と有利発行規制」企業と法創造 5 号 76 頁等参照。

(12) 弥永真生「判批（オートボックスセブン事件）」ジュリスト 1369 号 87 頁。

この点、田中亘教授は「確かに従来の学説は、新株予約権の価値を評価する必要性を強調してきたが、これは、本来価値のある新株予約権の価値を無視することによって株主の利益が害されてはならないという考慮に出たものであって、一体評価することが合理的な場合にまで、新株予約権の分離評価を強制する理由はないと思われる」とし、「一般論としてはいえば、もしも転換社債を一体評価することが、評価実務において合理的な方法として認められているとすれば、裁判においても、一体評価に基づいて有利発行性を判断することは会社法の解釈として妨げられないというべきである。」⁽¹⁴⁾という見解を述べている。

(3) 会計処理の観点から両者に有意な差異はないとする見解について

なお、会計処理の観点から、分離評価と一体評価の両者の評価方法に有意な差はないとする見解もある。転換社債型新株予約権付社債の発行に伴う払込金額についての発行会社側の会計処理方法としては、新株予約権の対価部分と社債の対価部分とに区分して処理する方法(区分法)とそれらを区分せずに普通社債の発行に準じて処理する方法(一括法)のいずれかを発行会社側で選択できるようになっているためどちらの評価方法を使用⁽¹⁵⁾しても実務上の問題は生じないという趣旨である。しかしながら、当該見

(13) 久保田・前掲注11・76頁。

(14) 田中亘「判批(オートバックセブン事件)」中東正文＝大杉謙一＝石綿学編集『M&A判例の分析と展開〔2〕』62頁(別冊金融・商事判例、2010年)。なお、一体評価における有利発行性の判断について、田中教授は以下のように述べている。「一体評価においては、転換社債全体の公正な価値を算定し、これと転換社債全体の払込金額(新株予約権の払込金額と社債の払込金額との合計額。現在の実務では、前者はゼロ円である)とを比較して、有利発行性を判断することになるものと解される。このような処理は、転換社債全体ではなく新株予約権の有利発行性を問題にしている会社法の規定と整合的かどうかが一応問題となり得る。しかし、もともと転換社債に付された新株予約権は、社債の発行条件と総合勘案しなければ有利発行性を判断することはできないのであるから、上記の判断基準は、転換社債という金融商品の実質に適合的な処理であって、差し支えないものと解される。」

(15) 江頭憲治郎・門口正人編集代表『会社法体系2〔株式・新株予約権・社債〕』

図表 1：新株予約権付社債の会計処理の具体例

一括法			
現金（資産）	100	新株予約権付社債（負債）	100
区分法			
現金（資産）	100	社債（負債）	80
		新株予約権（純資産）	20

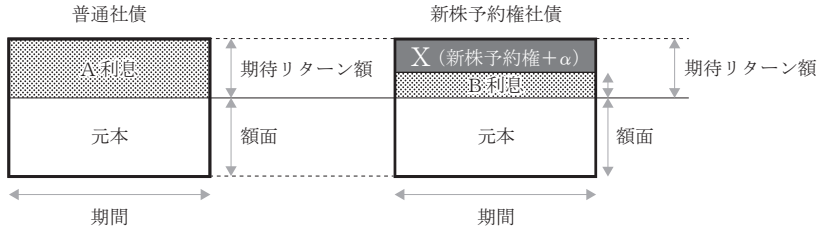
解は「新株予約権付社債の対価として払い込まれた現金の計上方法」に関する指摘であり、「新株予約権部分の公正価値評価価額の算定の際に社債と一体して評価するのか（一体評価）、新株予約権のみを分離して評価するのか（分離評価）」という問題」とは論点を異にする。

会計上では、発行会社側の会計処理方法として一括法と区分法があるが、これは、新株予約権付社債の対価として払い込まれた現金を負債として一括で計上するか、負債と純資産に分けて計上するかの違いを言っているものである。

一方、一体評価と分離評価は、発行された新株予約権付社債の新株予約権部分の公正価値評価価額がいくらであるかオプション評価モデルを使用して評価する時に社債と一体して評価するのか、新株予約権のみを分離して評価するのかという問題である。

上記の会計上の一括法は、額面金額（払込金額）をすべて新株予約権付社債として計上し、区分法は、額面金額（払込金額）を社債部分と新株予約権（純資産）に分けているにすぎないのであって、新株予約権部分の時価評価額がいくらになるかの算定を一体評価で行うのか分離評価で行うのかという問題とは論点が異なる。また、会計上の区分法で新株予約権として計上される金額は、決議された新株予約権の発行価格に従う（決議により、社債の発行価格と新株予約権の価格に分かれている）。

図表 2：普通社債の利息と新株予約権付社債の利息



3. 分離評価と一体評価を統合する視点（私見）

新株予約権付社債に内包された新株予約権の価値（対価）は、「普通社債の利息—新株予約権付社債の利息」を現在価値修正したものであると考えられている。発行体が同じで元本・期間が同じ社債は、信用リスクが同じであるため、社債の購入者の得られるべき期待リターン額は等しくなる。そのため、普通社債と新株予約権付社債の利息の差（図表2の「X」の部分）が、新株予約権の対価として払い込まれた価値（正確には、当該新株予約権付社債に内包されるオプション価値、後述）に相当する。

この点、新株予約権付社債においては、新株予約権が行使されれば社債が消滅してしまうため、満期保有を前提とした利息を想定することを疑問視する指摘もあるが、あくまで⁽¹⁶⁾「当該新株予約権付社債に内包された新株予約権の対価」を考える際には、普通社債と新株予約権付社債の利息をそれぞれ満期保有した前提で比較することは正当である。

上述の「新株予約権が行使されると社債が消滅し、権利行使に際する払込金額は社債の額面金額である」特性は、「新株予約権行使の前提条件として機能するオプション」⁽¹⁷⁾（以下、「付加的オプション」という）の1つと位

(16) 田中・前掲注14・63頁。

(17) この「付加的オプション」については、「当該時点で転換見込分の『新株予約権付社債の社債部分の時価と額面の差』と比較して『株価と行使価格の差額』の方

置つけられる。ここで、前掲の図表 2 における「X」(新株予約権 $+\alpha$)の部分には、同付加的オプション等の新株予約権行使に関する前提条件の価値も含まれていることの理解が非常に重要である。このような価値を勘案できるのは「一体評価」であるが、分離評価の際に同付加的オプションを勘案して新株予約権を評価するのであれば、それは分離評価の延長線上にある評価方法であるともいえる。以上の点を踏まえるならば、「分離評価か一体評価か」の問題は、本稿の観点からは理論的にはひとつの方法に収斂することになる。なお、内包価値である X は、上記の付加的オプションの価値を含めた、オプションとしての価値の総計であり、社債の発行に伴う契約条件次第では、付加的オプションには様々なものが含まれる。しかしながら、有利発行該当性の議論を行うに際して最終的に決め手となるのは、内包オプション価値の総和としての「X」と、オプションの公正価値評価価額である「Y」の大小関係である。この点は、後ほど検討する新株予約権のオプション評価(公正価値評価)の前提条件の問題とも密接に関係する。

4. オートバックスセブン事件の概要・決定要旨

新株予約権付社債の有利発行該当性について判断した初めての裁判例は、オートバックスセブン事件〔新株予約権付社債発行差止仮処分命令申立事件(申立て却下)、東京地決平成19年11月12日金融・商事判例1281号52頁〕⁽¹⁸⁾である。

が大きい場合にのみ、新株予約権が行使される」ことを前提として価値評価することになると考えられる。

- (18) 同事件に関する判例評釈・解説等として、武井一浩＝山中政人＝今泉勇「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応〔Ⅱ〕」商事法務1873号117頁、田中・前掲注14、田邊・前掲注6、豊田祐子・実務に効く M&A 組織再編判例精選(ジュリスト増刊)70頁、弥永・前掲注12、林天宇・ジュリスト1407号160頁、鬼頭俊泰・税務事例42巻1号72頁、大塚和成・銀行法務685号45頁、穂高・前掲注8がある。

同事件の事案の概要は以下の通りである。

Y(債務者、発行会社)の取締役は、平成19年10月26日、第三者割当ての方法で第1回新株予約権付社債および第2回新株予約権付社債(以下併せて「本件募集新株予約権付社債という」)を発行することを決議した。本件募集新株予約権付社債の額面の合計額は650億、本件募集新株予約権付社債に付された新株予約権(以下併せて「本件募集新株予約権という」)は合計6500個であり、これらすべて普通社債に転換された場合、本件新株予約権を有する新株予約権者はYの株式合計2249万1349株を取得し、Yの発行済株式総の約36.43%の持株比率を有することになる大規模なものであった。発行決議においては、本件募集新株予約権付社債に付された本件新株予約権と引換えに金銭の払込みを要しないこととされていた。

Y側の算定機関は、Yが5年満期の普通社債650億円を発行する場合に想定される利率を1.787%と算定し、金額1億円の本件社債に付される本件新株予約権の実質的な対価は、本件新株予約権付社債の利率である1%と1.787%との差額に相当する経済的価値であるとして、373万円と算定した。

また、額面金額1億円の本件募集新株予約権付社債に付された本件新株予約権の公正なオプション価額については、モンテカルロ・シミュレーションを用い、市場におけるYの株式の流動性を勘案して、1日に普通株式に転換される株式が1日の平均売買出来高の10%を超えないことを前提として、198万円と算定した。

これに対して、株主X(債権者)は、本件募集新株予約権付社債に付された新株予約権の実質的な対価は、公正なオプション価格を大きく下回るとして、本件新株予約権付社債の発行が有利発行に該当すること、および不公正発行であることを主張し〔〈1〉特に有利な条件による発行(以下「有利発行」という。)であるのに株主総会の特別決議がないため、法令の規定(会社法240条1項、238条2項及び3項1号並びに309条2項6号)に違反していること、〈2〉著しく不公正な方法による発行(以下「不公正発行」

という。)であることを理由として]、会社法247条に基づき、差止めの仮処分を申し立てた。

決定要旨は以下の通りである（下線は筆者による）。

1 本件新株予約権付社債の発行が有利発行といえるかについて

(1) 有利発行の判断基準について

新株予約権付社債を発行する場合において、当該新株予約権付社債に付された募集新株予約権（以下「当該新株予約権」という。）と引換えに金銭の払込みを要しないこととする場合には、当該新株予約権の実質的な対価は、特段の事情のない限り、当該新株予約権付社債について定められた利率とその会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差に相当する経済的価値であるといえることができる。また、当該新株予約権の公正な価値は、現在の株価、権利行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された新株予約権の発行時点における価額であると解される。

その上で、こうして算出された当該新株予約権の実質的な対価と当該新株予約権の公正な価値とを比較し、当該新株予約権の実質的な対価が公正な価値を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法238条3項1号にいう「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当すると解すべきである。

(2) 本件新株予約権の実質的な対価（本件新株予約権付社債の利率と債務者が普通社債を発行する場合の利率との差に相当する経済的価値）について

「債務者が5年満期の普通社債（総額650億円）を発行する場合に想定される利率を1.787%としたプルートス社の算定に不合理な点はない。

本件新株予約権付社債の利率は1%であるところ、債務者がこれと同じ

5年満期で総額650億円の普通社債を発行する場合に想定される利率は1.787%とすると、額面金額1億円の本件社債に付される本件新株予約権についての実質的な対価は、 $393万5000円$ であり $((1.787\% - 1\%) \times 1億円 \times 5年間)$ 、これを1.787%の割引率で発行時点での現在価値に割り戻すと373万円となることが一応認められる。」

（３） 本件新株予約権の公正な価値について

「債務者の依頼でブルータス社が行った評価方法は、モンテカルロ・シミュレーションを用いて債務者の将来株価（市場株価）のシミュレーションを行い、ある一定の前提を置いた発行者（債務者）、投資家の行動の結果、発生した将来の投資家の利益を現在価値に割り戻すというものであって、適時における市場での売却を前提とするものである以上、市場の売却制限の存在を前提条件にすることが不合理であるとはいえない。」

（４） 総括

以上によれば、額面金額1億円の本件社債に付された本件新株予約権の実質的な対価は373万円となることが一応認められるところ（上記（２）参照）、当該本件新株予約権の公正な価値が債務者の主張する価額（198万円）を上回ることについての疎明はなく（上記（３））、本件新株予約権の実質的な対価がその公正な価値を大きく下回るものとはいえないから、本件新株予約権付社債の発行が有利発行に該当するということとはできない。

５．新株予約権のオプション価値評価と前提条件

オートボックスセブン事件においては、「①市場での流動性制約、②繰上償還条項、③希薄化、④支配権プレミアム」等の諸条件を、新株予約権の価値評価の際にいかに勘案すべきかが大きな争点となったが、こうした、新株予約権付社債における新株予約権のオプション価値評価の際の諸

前提状況の勘案の問題についても、これまで明確な判断基準等は形成されていない状況である。

(1) 総論

「新株予約権単体」の公正価値をめぐって争われたこれまでの裁判例⁽¹⁹⁾では、ニッポン放送事件では三項ツリーモデル、TRN コーポレーション事件・丸八証券事件ではブラック＝ショールズ・モデル、サンテレホン事件では二項ツリーモデル、オープンループ事件ではブラック＝ショールズ・モデルとモンテカルロ・シミュレーションがそれぞれ使用されたが、裁判所⁽²⁰⁾はいずれもそれぞれの算定方法自体の合理性を否定しなかった。

ただし、いずれの理論・方法を用いるにしても、オプション価額を算定する際の前提条件をいかに定めるかで具体的な結論が異なるため、裁判所においては、この前提条件の妥当性およびそれにより算定されたオプション価額の合理性が判断されることになる。さらに、各オプション評価理論(方法)により、どのような前提条件をうまく取り込めるかが異なるため、定める前提条件によってはオプション評価理論(方法)として用いるべきものの選択肢に影響があるほか、オプション評価理論(方法)によっては、そのまま用いることになじまない場合もありうることに注意を要する。⁽²¹⁾オプション理論の内在的な限界を指摘する見解の趣旨は、実質的には⁽²²⁾こうしたオプション評価理論の前提条件の設定や反映に関する問題を指摘しているものと理解される。

(19) 新株予約権単体の有利発行該当性が争われたこれまでの裁判例では(ニッポン放送事件、TRN コーポレーション事件、サンテレホン事件及びオープンループ事件)、いずれもオプション評価モデルに基づき算出された新株予約権の発行時点における価格と取締役会において決定された発行価額との比較により有利発行か否かを判断している。

(20) 林・前掲注18・162頁。

(21) 豊田・前掲注18・72頁。

(22) 久保田・前掲注11・77頁、田中・前掲注14・63頁等。

ブラック＝ショールズ・モデルなどのオプション評価理論は、満期日あるいはオプション行使時点における原資産価格と行使価額の差額をオプションの期待収益とみなして、これを現在価値に割り戻して公正なオプション価額を算定するものである。オートバックスセブン事件における新株予約権付社債の評価にあたっては、転換後の株式の流動性及び繰上償還条項の影響に鑑みるならば、ブラック＝ショールズ・モデルの前提が満たされないと考えられる、一方、モンテカルロ・シミュレーションは将来の株価をシミュレートし、投資家の毎回の意思決定を調整するものであるから、流動性制限や繰上償還による影響を直接に処理することができる。それゆえ、オートバックスセブン事件で、新株予約権のオプション価値評価のために、発行会社側がモンテカルロ・シミュレーションを用いたことは合理的であると考えられる。⁽²³⁾

一方、同事件において新株予約権の評価に際して「一体評価」を主張する債権者(提訴株主)側は、二項ツリーモデルを使用した。二項ツリーモデルは、「オプション期間における株価の変動を、二項、すなわち株価が上昇する場合と下落する場合の2通りに分け、それをツリー状にモデル化して想定株価を算出したうえで、オプション価格を算定する方法」とされ、新株予約権付社債の一体評価に対応可能なモデルであると考えられる。しかしながら、二項ツリーモデルに基づく評価の場合には、新株予約権が行使され社債の償還権が消滅したり、発行会社の繰上償還の可能性をも考慮しようとするときには、どの時点で新株予約権が行使され、また発行会社による繰上償還が実施されるのかについて、予め一定のシナリオを設定する必要があると考えられる。⁽²⁴⁾

以上の総論を前提に、以下では、オートバックスセブン事件で争点となった、新株予約権価値評価の各前提条件について考察し、私見を述べる。

(23) 林・前掲注18・163頁。

(24) 久保田・前掲注11・76頁。

(2) 市場での流動性制約

株式の流動性に比して大規模な新株予約権の第三者割当てが行われると、新株予約権者が新株予約権行使により取得した株式を一度に売却することが難しく、あるいは売却できる場合でも株価の下落により、オプション評価理論で用いられる期待収益を実現できないことが想定される。したがって、コール・オプションの一種である新株予約権の価値をオプション評価理論を用いて算定するに際して、発行規模が大きい場合には、発行会社株式の流動性に基づく制約を考慮することが、公正なオプション価値を算定するために必要であると指摘されている⁽²⁵⁾。

オートバックスセブン事件において、発行会社側は、新株予約権を評価するに際し、同社発行株式の市場での流動性を鑑みて、1日当たりの平均売買出来高の10% (8000株) の売却制限を前提としている。同事件の決定においても、「市場での売却制限の存在を前提条件にすることが不合理であるとはいえない」とされた。市場での流動性制約に基づく売却制限を勘案することは、一般論としては不適切なものとは言えないであろう。しかしながら、市場での流動性制約は新株予約権の行使自体を制約するものではなく、転換した株式を市場で売却する際の制約となるものである。

オートバックスセブン事件では、額面650億円もの多額の新株予約権付社債が発行され、6500個の新株予約権が付与されている。1個の新株予約権 (額面1000万円) を株式に転換する場合、1株あたりの行使価格から計算すると、 $1000\text{万円} \div 2890\text{円} = \text{約}3460\text{株}$ となる。これを上記の1日あたりの売却制限にあてはめると、 $8000\text{株} \div 3460\text{株} = 2.31\text{個}$ となり、8000株を超えないように行使するためには、実際には1日あたり2個の新株予約権しか行使できないことになる。ここでは、仮に、1日あたり2.31の行使が可能 (8000株の行使が可能) であるとして新株予約権の転換 (売却) に何日かかるか算出を行う。新株予約権の行使価格2890円を上回っている日が $6500 \div 2.31\text{個} = 2813\text{日}$ 必要となる。これは、社債の償還までの期間 5 年 ×

(25) 豊田・前掲注18・74-75頁。

244日(1年あたりの営業日見積)＝1220日を大幅に上回ることとなる。つまり、株価が、5年間を通して新株予約権の行使価格2890円を上回っていたとしても、発行総数6500個の新株予約権に対して、2818個($1220 \times 2.31 = 2818$ 個)の新株予約権しか行使できないことになってしまう。

逆に1日あたりの売却上限を8000株と考えた場合にすべての株式を転換するために何日かかる計算すると、 $2249万1349株 \div 8000 = 2811$ 日、年間の営業日数を244日と考えた場合、 $2811 \div 244 = 11.5$ 年となり、仮に毎日、新株予約権が行使価格を上回っていたとしてもすべてを株式に転換するには11年以上かかることとなる。本件社債の期間5年では半分未満しか転換できないということになる。モンテカルロ・シミュレーションは、「将来の株価推移を乱数によって発生させ、当該株価推移の下で得られる新株予約権者の経済的利益を算定し、経済的利益の算定を繰り返し行うことによって現在価値の平均値を算出する方法」であるため、シミュレーションによる株価推移が、新株予約権の権利行使価格を超えていた場合でも1日あたり8000株分の経済的利益しか計算できないため、新株予約権の価値が小さく計算されることになる。

すなわち、オートバックスセブン事件における新株予約権付社債の発行は、流動性を勘案すると市場規模に比して不相当に大きいということになる。そもそも発行会社側の主張するように、新株予約権の行使に事実上売却制限があると考えるならば、新株予約権付社債が発行できる金額は、約2800個(上記計算では2818個)の新株予約権が付された分のみ、すなわち、約280億円程度の発行のみ可能であったと考えられる。

この点、資金調達のために社債の発行が必要だとすれば、650億円－280億円＝370億円分については、普通社債の発行(発行会社側の主張によれば1.787%の固定金利による発行となる)を行えば資金調達目的は果たせたものと考えられる。市場で売却できない部分については株式への転換を想定しないということであれば、その部分については、より高い利率を付して普通社債を発行すべきであったことになろう。

以上のように、オートボックスセブン事件における新株予約権付社債の発行は同社株式の市場規模に比して不相当に大きく（発行額650億円）、発行会社主張の売却制限（流動性制約）を勘案すれば、社債の引受人は転換した株式を新株予約権の行使期間約5年（オプション評価の対象期間）内に最大でも約280億円程度しか市場で売却できないことになり、残りの約370億円については、「市場外で（つまり市場における売却制限のない状態で）」売却することを想定せざるを得ない。それゆえ、少なくとも当該約370億円分については、市場での流動性制約を勘案せずに新株予約権の評価を行うべきことになり、当該新株予約権付社債の有利発行性を格段に高める結果となる。

（３） 発行会社による繰上償還条項

新株予約権付社債における「発行会社による繰上償還条項」の存在は、新株予約権のオプション行使を制約する条件として、新株予約権のオプション価値を下げる方向に働く要素、すなわち有利発行に該当する可能性を⁽²⁶⁾低める要素として機能する。

オートボックスセブン事件において、発行会社は、新株予約権の価値評価に際し、発行会社による繰上償還条項の存在を前提条件としている。そして、同繰上償還条項行使の前提として、「残存する社債を株式に転換して市場で売却」することを想定したシミュレーションを行っている。具体的には、発行会社側は、コール・オプション条項による繰上げ償還を行うケースとして、a. 「社債の残存価値の6%＋未払経過利息」 b. 「残存する社債を株式に転換し、市場で売却したときのキャッシュフロー（株価－権利行使価格）（ただし、転換した株式の市場での売却は、1日8000株まで）」とし、 $a < b$ であれば早期償還条項を発動するものとしてシミュレーショ

(26) 武井一浩＝中山龍太郎＝善家啓文「第三者割当の有利発行適法性意見制度と実務対応〔IV〕」商事法務1879号36頁、森・濱田松本法律事務所『エクイティ・ファイナンスの理論と実務〔第2版〕』（商事法務、2011年）112頁。

ンを行っている。

しかし、発行会社が自己新株予約権を行使することはできないため⁽²⁷⁾、このシミュレーションを当該新株予約権の価値評価に用いることは不適切であろう。さらに、同繰上償還条項自体も、社債償還の原資となる資金調達・確保の可能性が明確でないため、新株予約権の価値評価に際して勘案⁽²⁸⁾することに問題がある。

(4) 希薄化

新株予約権が行使されればその分株式数が増えるため株式の希薄化が生じ、希薄化により株価が下がれば残余の新株予約権の価値が下がる方向に⁽²⁹⁾働く。しかし、オートバックスセブン事件の決定（および発行会社による価値評価）では、新株予約権の公正価値評価に際してこうした希薄化の影響は勘案されなかった。これに対し、同事件の債権者（提訴株主）代理人は、「このような考え方によれば、新株予約権を利用した場合、大規模な資金調達であればあるほど、それにより引受先が受ける支配権の取得などの恩恵はまったく考慮されない一方で、オプション価額の評価は下がる方向にのみ働くことになり、有利発行とされる場合は極端に小さくなることが予想される。これでは、大幅な希薄化を伴うほどより既存株主の利益は害されることが明らかであるにもかかわらず、救済措置が有効に機能しなくなってしまう虞がある⁽³⁰⁾」と批判している。

(27) 取得条項（発行会社が一定の条件下で新株予約権を取得することができる条項）により新株予約権を取得する場合も、発行会社は自己新株予約権を行使することはできない（会社法280条6項）。新株予約権の公正価値評価に際しての取得条項の勘案の有無については、サンテレホン事件（東京地決平成18年6月30日金判1247号6頁）等で争点となった。

(28) ただし、発行会社のシミュレーションによれば、株式の市場での売却の際に、同社自身が主張する「市場での売却制限」が勘案されているため、同シミュレーションにおける繰上償還条項が新株予約権の価値（低下）に与える影響は、結果的にはかなり抑えられているものと考えられる。

(29) 武井ほか・前掲注26・34頁、森・濱田松本法律事務所・前掲注26・110頁。

しかしながら、発行会社の主張する市場での株式の売却制限（流動性制約）を考慮するならば（1日の売却制限は、1日の出来高の約10%である8000株）、株式への転換に伴う希薄化は非常に緩やかに進行することが想定されるため、市場での売却分については希薄化の影響は小さいと思われる（公正価値評価が成立する前提条件としては、市場取引を基本的に想定して考える必要があり、転換した株式を、まずは市場内で売却したと考えるべきである）。

次に、市場での流動性制約を超える約370億円分については、転換した株式は、市場外で売却したと想定して評価することになる。第一に、新株予約権付社債を発行している以上、すべての新株予約権が行使可能であると想定すべきであるからである（発行時から行使不可能な新株予約権が見込まれるのであれば、新株予約権付社債の発行額をその分縮小しなければ、利率等の観点から社債の引受人に対して不合理な発行となってしまう）。そして、第二に、新株予約権の価値評価の観点からは、転換した株式を売却したことを前提に価値評価が行われる。この370億円分については、市場外取引であるため、希薄化による株価の下落を考慮する必要はないものと考えられ、むしろ支配権プレミアムが発生する可能性が高くなる。

（５） 支配権プレミアム

新株予約権付社債の引受人が、当該新株予約権付社債を株式に転換後、転換した株式を一括して大量に売却する場合には、当該株式には「支配権プレミアム」が見込める可能性がある。支配権プレミアムとは、ある会社の株式を一定比率以上大量取得した場合には、同社の支配権に関連する価値が「プレミアム」として、保有株式の価値に加わるとする考え方である。支配権プレミアムは、新株予約権のオプション価値評価の観点からは、オプション価値を上げる方向に働く要素、すなわち有利発行に該当する可能性を高める要素として機能する。⁽³¹⁾しかし、オートボックスセブン事

(30) 穂高・前掲注10。

(31) 武井ほか・前掲注26・35頁。

件の決定（および発行会社による価値評価）では、新株予約権の公正価値評価に際して、こうした支配権プレミアムも勘案されなかった。

この点、発行会社の主張するような市場での売却制限（流動性制約）を考慮し、新株予約権付社債を転換した株式を市場で小刻みに売却することを想定すれば、支配権プレミアムは実際にはほとんど見込めないであろう。しかし、株式に転換後、流動性制約を考慮すれば市場では売却できない部分（約370億円分）については、市場外で売却することを想定するしかなく、少なくともその部分については一定の支配権プレミアムを勘案することが望ましい。勘案した場合には、新株予約権の価値を高めて新株予約権付社債の有利発行性を高める要素となる。

そして、当該約370億円分の社債を転換した株式の支配権プレミアムの勘案に際しては、株式を一括して売却する場合が最も支配権プレミアムが高くなることが想定される。それゆえ、有利発行該当性の判断に関しての支配権プレミアムの勘案に際して、市場外取引については、段階的な売却は考慮しなくとも、一度に全部を売却する場合を「支配権プレミアム勘案の上限」として想定することが可能となる。

6. 普通社債の利率と本件転換社債の利率比較に関する問題

（1） 利率比較の前提としての「比較可能性」

オートバックスセブン事件においては、新株予約権付社債の利率は変動金利であるにもかかわらず、比較すべき普通社債の利率を固定金利ベースのままで計算している点に大きな問題がある。発行会社側は、普通社債の推定利率である5年固定金利（1.787%）と新株予約権付社債の利率である変動金利（初回金利6カ月ユーロ円TIBOR 0.9%+0.1%=1%）とを比較し（差0.787%）、裁判所もその考え方を受け入れているが、変動金利と固定金利ではそもそも利率を正當に比較する前提を欠く。比較すべき普通社債の利率も変動金利に引き直して新株予約権付社債との利率の比較を行うべ

きであった。

オートバックスセブン事件では、普通社債の推定利率（5年固定1.787%）を金利スワップ取引により変動金利に引き直した場合の利率（6⁽³²⁾カ月ユーロ円 TIBOR+0.505%⁽³³⁾）と当該新株予約権付社債の利率（6カ月ユーロ円 TIBOR+0.10%）の差は、実際には $\boxed{0.405\%}$ になる。

上記の計算結果は、普通社債と本件新株予約権付社債の利率の差を、「両者を変動金利ベース」に引き直した前提で比較した結果であるが、逆に新株予約権付社債の利率を固定金利ベースに引き直して「両者を固定金利ベース」で比較しても同様である。5年満期変動利付債6カ月ユーロ円 TIBOR+0.1%と同条件とみなされる5年の固定金利は、5年スワップレート+0.1%（2007年10月25日1.282%+0.1%=1.382%）となる。会社側が算定した普通社債の利率1.787%と1.382%を比較すると利率の差は、 $\boxed{0.405\%}$ （1.787%-1.382%）になる。それゆえ、普通社債と本件新株予約権付社債の利率の差を、「両者を変動金利ベース」に引き直して計算しても、「両者を固定金利ベース」にして計算しても、同様の結果となる。

以上をもとに新株予約権の価値を計算すると、 $\boxed{0.405\%} \times 1 \text{ 億円} \times 5 \text{ 年} = 202 \text{ 万 } 5 \text{ 千円}$ となり、1.787%で現在価値に割引くと $\boxed{\text{約}185 \text{ 万円}}$ となる。一方、普通社債の利率に追加スプレッド（0.2%）を上積みせず、算定のベースとなった普通社債の利率1.587%を前提として計算すると、同「新株

(32) 「金利スワップ取引」の詳細については、前掲注1・拙稿「金利スワップ取引は単純か？ ～金利スワップ訴訟平成25年最高裁判決の再検討」等参照。

(33) 企業が発行する社債の調達金利は、無リスク金利（社債の期間に対応する国債利回り）または、インターバンク市場の金利（TIBOR（変動）／スワップレート（固定））に当該企業のスプレッド（リスクプレミアム）を加えることで表わされることが一般的である。発行会社側の主張の通り、発行会社と同レベルの格付けを取得している他社の社債において想定される利率に相当する国債金利に対するスプレッドが+0.49%であれば、国債金利とインターバンク市場金利の差を差し引いて+0.305%（2007年10月25日（5年スワップ金利1.282%－5年国債金利1.097%＝0.185%）発行会社が主張する大量発行によるプレミアム0.2%を加算すると6カ月ユーロ円 TIBOR に対するスプレッドは+0.505%が適正水準となる。

予約権付社債に内包される新株予約権の価値」は、 $(1.587\% - 1.382\%) \times 1 \text{ 億円} \times 5 \text{ 年} = 102 \text{ 万 } 5 \text{ 千円}$ 、1.587%で現在価値に割引くと 約95万円 となり、本件新株予約権付社債の発行は有利発行とみなされる可能性が高くなる。

（２）「追加スプレッド」の合理性

ただし、本件の発行会社側は、想定される普通社債の利率に関して、「多額の社債を発行する場合の社債スプレッドは通常のスプレッドより拡大することは市場の常識」として0.2%の追加スプレッドを加えている。この点、ある会社が通常より多額の社債を発行する場合に、追加スプレッドが上積みされないケースもあるようであり、「多額の社債発行で追加スプレッドは市場の常識」とは必ずしも言い難いように思われる。しかも、発行会社の普通社債の想定利率（0.2%の追加スプレッドを加えたベース）と本件新株予約権付社債の利率の差を、変動金利同士または固定金利同士に正當に引き直したうえで再計算すると、本件新株予約権付社債に「内包される新株予約権の対価」は、発行会社がオプション評価モデル（モンテカルロ・シミュレーション）に基づき計算した「当該新株予約権の公正価値」とほぼ等しいことになる。つまり、追加スプレッドがなければ本件は有利発行に該当した可能性が非常に高いことになる。それゆえ、以上の分析結果をふまえるならば、当該「追加スプレッド」の適正性の有無も、本件新株予約権付社債の有利発行性の有無の判断に直接的につながりうる極めて重要な争点であったと言えるであろう。

7. オートバックスセブン事件に関する総括

新株予約権付社債の有利発行該当性について判断した最初の裁判例であるオートバックスセブン事件においては、新株予約権付社債を発行する場合において、当該新株予約権付社債に付された募集新株予約権と引換えに

金銭の払込みを要しないこととする場合には、当該新株予約権の実質的な対価は、特段の事情のない限り、当該新株予約権付社債について定められた利率とその会社が普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差に相当する経済的価値であるとされた。また、当該新株予約権の公正な価値は、現在の株価、権利行使価額、行使期間、金利、株価変動率等の要素をもとにオプション評価理論に基づき算出された新株予約権の発行時点における価額であるとされた。そして、その上で、こうして算出された当該新株予約権の実質的な対価と当該新株予約権の公正な価値とを比較し、当該新株予約権の実質的な対価が公正な価値を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は、会社法238条3項1号にいう「特に有利な条件」による発行（有利発行）に該当すると解すべきであると判示された。

同事件においては、オプション評価モデルを用いて新株予約権の公正価値評価を行うにあたり、発行会社は市場における株式の流動性を勘案し、1日に普通株式に転換される同社株式が1日の平均売買出来高の10%（8000株）を超えないことを前提とした。また、発行会社は一定の条件に基づく繰上償還条項の行使も価値評価の前提とした。さらに、本件では、大量の転換による株式希薄化の影響や支配権プレミアムの勘案の有無も争点となった。

それらの前提条件が当該新株予約権の価値評価に与える影響についての、本稿での考察結果は以下の通りである。

①**市場での流動性制約** 市場での流動性制約に基づく売却制限を勘案することは、一般論としては不適切なものとは言えないであろう。しかしながら、市場での流動性制約は新株予約権の行使自体を制約するものではなく、転換した株式を市場で売却する際の制約となるものである。本件の新株予約権付社債の発行は同社株式の市場規模に比して不相当に大きく（発行額650億円）、発行会社主張の売却制限（流動性制約）を勘案すれば、社債の引受人は転換した株式を新株予約権の行使期間約5年（オプション評価の対象期間）内に最大でも約280億円程度しか市場で売却できないこと

になり、残りの約370億円については市場外で売却することを想定せざるをえない。それゆえ、少なくとも当該約370億円分については、市場での流動性制約を勘案せずに新株予約権の評価を行うべきことになり、本件新株予約権付社債の有利発行性を格段に高める結果となる。

②発行会社による繰上償還条項 発行会社は、繰上償還条項行使の前提条件として「残存する社債を株式に転換して市場で売却」することを想定したシミュレーションを行っている。しかし、発行会社が自己新株予約権を行使することはできないため、このシミュレーションを本件新株予約権の価値評価に用いることは不適切であろう。さらに、同繰上償還条項自体も、社債償還の原資となる資金調達・確保の可能性が明確でないため、新株予約権の価値評価に際して勘案することに問題がある。

③希薄化 新株予約権が行使されればその分株式数が増えるため株式の希薄化が生じ、希薄化により株価が下がれば残余の新株予約権の価値が下がる方向に働く。しかし、市場での流動性制約を考慮すれば、希薄化は非常に緩やかに進行することが想定されるため、希薄化の影響は小さいと思われる。また、市場外で株式を一括売却する場合には、新株予約権の行使時には希薄化の影響はまだ生じていないことになる。

④支配権プレミアム 転換した株式を市場で小刻みに売却することを想定すれば、支配権プレミアムは実際にはほとんど見込めないであろう。しかし、株式に転換後、流動性制約を考慮すれば市場では売却できない部分については、市場外で売却することを想定するしかなく、少なくともその部分については一定の支配権プレミアムを勘案することが望ましい。勘案した場合には、新株予約権の価値を高めて本件新株予約権付社債の有利発行性を高める要素となる。

ところで、オートバックスセブン事件においては、新株予約権付社債の利率は変動金利であるにもかかわらず、比較すべき普通社債の利率を固定金利ベースのままで計算している点に大きな問題がある。発行会社側は、

普通社債の推定利率である 5 年固定金利と新株予約権付社債の利率である変動金利とを比較し（差 0.787%）、裁判所もその考え方を受け入れているが、変動金利と固定金利ではそもそも利率を正當に比較する前提を欠く。比較すべき普通社債の利率も変動金利に引き直して新株予約権付社債との利率の比較を行うべきであった。本件では、普通社債の推定利率を金利スワップ取引により変動金利に引き直した場合の利率（6 カ月ユーロ円 TIBOR+0.505%）と当該新株予約権付社債の利率（6 カ月ユーロ円 TIBOR+0.10%）の差は、実際には 0.405% になる。なお、この計算結果は、新株予約権付社債の利率を固定金利ベースに引き直して両者を固定金利ベースで比較しても同様である。

ただし、本件の発行会社側は、想定される普通社債の利率に関して、「多額の社債を発行する場合の社債スプレッドは通常のスプレッドより拡大することは市場の常識」として 0.2% の追加スプレッドを加えている。この点、ある会社が通常より多額の社債を発行する場合に、追加スプレッドが上積みされないケースもあるようであり、「多額の社債発行で追加スプレッドは市場の常識」とは必ずしも言い難いように思われる。しかも、発行会社の普通社債の想定利率（0.2% の追加スプレッドを加えたベース）と本件新株予約権付社債の利率の差を、変動金利同士もしくは固定金利同士に正當に引き直したうえで再計算すると、本件新株予約権付社債に「内包される新株予約権の対価」は、発行会社がオプション評価モデル（モンテカルロ・シミュレーション）に基づき計算した「当該新株予約権の公正価値」とほぼ等しいことになる。つまり、追加スプレッドがなければ本件は有利発行に該当した可能性が非常に高いことになる。それゆえ、以上の分析結果をふまえるならば、当該「追加スプレッド」の適正性の有無も、本件新株予約権付社債の有利発行性の有無の判断に直接的につながりうる極めて重要な争点であったと言えるであろう。

8. 丸八証券事件

（1） 事案の概要

丸八証券事件決定は、転換社債型新株予約権付社債の新株予約権部分を無償とした場合の有利発行・不公正発行につき判断した事案であり、新株予約権付社債の発行差止に関する（申立て却下）、オートボックスセブン事件⁽³⁴⁾に続く事例である。

本決定では、有利発行性の判断基準として、オートボックスセブン事件と同様に、新株予約権の実質的対価と公正な価値を比較して判断することを示し（「新株予約権部分の払込価額を無償とする新株予約権付社債については、当該新株予約権付社債の利率と普通社債を発行する場合に必要とされる利率との差額から算出される『新株予約権の実質的対価』とオプション評価理論に基づき算出される『新株予約権の公正な価値』とを比較し、前者が後者を大きく下回るときは有利発行に該当するというべきである」）、検討を行った後に（新株予約権付社債の発行の差止めを求める仮処分申立てを却下）、債権者がその主張において「特に有利な条件」として挙げた3点（転換価額、行使期間、本件新株予約権付社債の実質的な利回り）につき検討している。

（2） 転換価額・行使期間と有利発行性

丸八証券事件決定では、「転換社債型新株予約権付社債の発行に際して設定された『転換価額』が株式の公正な発行価額を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は有利発行に該当する余地がある」と判示され、結論として有利発行性は否定された。

(34) 本決定に関する判例評釈・解説等として、明田川昌幸・ジュリスト1424号116頁、藤田祥子・法学研究85巻2号127頁、松尾健一・私法判例リマックス〔40〕（2010〔上〕）94頁、宮本航平・法学新報117巻1・2号129頁、武井ほか・前掲注18・121頁がある。

平成13年商法改正により新株予約権制度が導入される以前の転換社債について通説は、転換価額決定時の株式の市価以上に転換価額を決定すれば有利な転換価額にならないと解していた。⁽³⁵⁾ 本決定の考え方は、転換社債に関する平成13年商法改正前の従来の通説と同様と考えられる。⁽³⁶⁾

また、丸八証券事件では、債権者側から、転換価額および行使期間が5年であること自体が有利発行ではないかとの主張がなされたが、決定では「新株予約権の権利行使期間が5年間と定められたことをもって新株予約権付社債の発行が有利発行に該当するということとはできない」とされた。

この点、「転換価額・行使期間」については、それぞれオプション価値評価の一要素でしかなく、それらの一要素のみを取り出して有利発行該当性が判断できるものではない。当該新株予約権付社債の有利発行性は、転換価額や行使期間を個別に取り出して行うのではなく、新株予約権の公正価値⁽³⁷⁾と内包価値との比較において行うべきであったと思われる。

(3) 価値評価の「幅」と有利発行性の判断について

新株予約権の公正価値評価においては、適切な手法を採用したとしても、その評価額に一定の幅が生じることは避けられないと考えられる。このように、新株予約権付社債の公正価値の評価額には一定の幅を許容せざるを得ないとするとき、ディスカウント発行まで認められるとなつては、⁽³⁸⁾

(35) 上柳克郎＝竹内昭夫編『新版注釈会社法 (11)』(有斐閣、1989年) 42頁(鴻常夫)。

(36) 宮本・前掲注34・146頁。そして本決定では株式の公正な発行価額を考えるうえで、日本証券業協会の「第三者割当増資の取扱いに関する指針」(以下「日証協ルール」という)を用いている。同日証協ルールは、新株発行の買取引受に関する横河電機製作所事件(最判昭和50年4月8日民集29巻4号350頁)で用いられており、その後の事件においても「公正な価額」の判断基準として採用され、市場価格のある上場株式の第三者割当につき、裁判所はこのルールに従っていれば差止めの対象とはしないとの基準が確立したようであると指摘される。

(37) 同旨、松尾・前掲注34・97頁、藤田・前掲注34・136-137頁。

(38) 本件においては、最大約20%のディスカウント発行がなされた可能性がある」と指摘されている。明田川・前掲注34・118頁、宮本・前掲注34・144頁。

有利発行規制の実効性はますます小さいものとなってしまおうとして、評価方法の如何にかかわらず、新株予約権付社債の価値評価額を少しでも下回るような払込金額が定められる限り、その新株予約権付社債発行は常に有利発行に該当すると解すべきであるという見解がある⁽³⁹⁾。

一方、「新株予約権の公正価値は、ある程度の幅をもつから、そのように厳格に解する場合には、株式会社の正当な資金調達を阻害するおそれがないではない。もっとも、大きく下回る程度をあまりにルーズに解する場合には、既存株主保護の観点から妥当な新株予約権の価値を算出すべくオプション価格基準説を採用する意義が失われるであろう」との見解もある⁽⁴⁰⁾。

私見は、新株予約権付社債における「発行価格のディスカウント」の問題を論じる前提として、むしろ、当該事案における新株予約権の「価値評価の幅」をもたらす要素を摘出したうえで、各要素における「価値評価の幅」はいかに生じ、また合理的とみなしうるものであるか否かにつき、より立ち入った検討を行なっていく必要があると考えている。丸八証券事件においては、以下で検討する「劣後特約の評価」の問題が、当該新株予約権付社債における新株予約権の「価値評価の幅」をもたらす主要な要因であると考えられる。

(4) 新株予約権付社債の実質的な利回りと「劣後特約」の評価

丸八証券事件においては、新株予約権付社債に内包される新株予約権の価値を算定するにあたり、(普通社債の利率－本件社債の利率)×5を現在価値修正したもの(オートバックスセブン事件と同じ)としている。この算定方法自体については妥当なものと考えられるが、同事件で発行された新株予約券付社債は、劣後特約付社債(劣後特約の概要：元利金は、発行体が、破産・更生手続き・民事再生手続き等に入った場合、他債権者に劣後する。

(39) 久保田・前掲注11・77頁。

(40) 田邊・前掲注6・75頁。

利息については、自己資本比率が120%以上の場合のみ支払われる)であり、元本の返済は自己資本比率には左右されないが、自己資本比率によっては、利率が0となる可能性もある社債となっていた。

格付会社 JCR では、劣後条項がついたものについては、長期優先債務格付から原則 2 ノッチ (2 段階) 以上差をつけるとしているとのことで、当該新株予約券付社債の格付を「BB」と推定しているが、これはあくまで推定である。2 ノッチ差をつけることにより当該新株予約券付社債は、「投資適格債」から「投資不適格債」となってしまう、指標として参考とできる流通している社債も格段に少なくなってしまう、投資適格債と同様にその利回りを推定することは、非常に難しいものとなった。

「投資不適格債」とは、元本の償還や利息の支払が不確実な債券のことを言うが、当該新株予約券付社債については、元本の償還については劣後条件にはあてはまらず、利息については、自己資本比率によって劣後される条項がついているものの、当該条項によってただちに、「投資不適格債」となるわけではない。もし仮に格付の推定が「BBB-」とされたならば、参考とされる普通社債の利回りは違ったものになっていたであろう。この点を勘案すれば、新株予約券付社債の格付の推定については、争う余地があったのではないと思われる。参考とする普通社債の利率が「投資適格債」となることにより低くなれば、有利発行となる可能性もあり得たと考えられる。

また、新規発行された例のない「BB」格付債券の流通利回りを参照することにより有利発行か否か判断することが、果たして適切であったのか⁽⁴¹⁾という点にも疑問が残る。そもそも日本国内の社債市場では、発行後に格

(41) わが国でこれまで初めから「BB」格付け (投資不適格) で発行された社債はなかったため、流通している「BB」格付けの社債も格段に少なく、投資適格債と同様にその利回りを推定することは、非常に難しいものと考えられる。なお、本件では、「BB」格付けの社債発行推定利率を15%前後と分析しているが、例えば JCR の格付が「BBB」であった大京の残存期間4.5年の社債の流通利回りは、5.4%であった。(平成20年10月28日付け日本証券業協会発表)。こうした点からも、本件にお

下げられて「投資不適格債」もしくは、「投機的格付債」となった例はあるが、発行時から投資不適格であった例はないからである。⁽⁴²⁾ 実際、丸八証券事件において、社債発行会社(債務者)の普通社債利率想定のために参照されたのは、同格付け(「BB」)他社の流通している社債の格付けではなく、「長期優先債務格付け」⁽⁴³⁾であった。

(5) 丸八証券事件に関する総括

丸八証券事件決定では、「転換社債型新株予約権付社債の発行に際して設定された『転換価額』が株式の公正な発行価額を大きく下回るときは、当該新株予約権付社債の発行は有利発行に該当する余地がある」と判示され、結論として有利発行該当性は否定された。

同事件では、債権者側から、転換価額および行使期間が5年であること自体が有利発行ではないかとの主張がなされたが、「転換価額・行使期間」については、それぞれオプション価値評価の一要素でしかなく、それらの一要素のみを取り出して有利発行該当性が判断できるものではない。当該新株予約権付社債の有利発行性は、転換価額や行使期間を個別に取り出して行うのではなく、新株予約権の公正価値と内包価値との比較において行うべきであったと思われる。

また、本件では、当該新株予約権付社債には「劣後条項」が付されてい

ける「BB」格付けの社債発行推定利率にはかなり疑問がある。

(42) iFinance 用語集 投機的格付債 (<http://www.ifinance.ne.jp/glossary/bond/bon060.html>) 参照。

(43) JCR による「長期優先債務格付け」の定義は以下の通りである。「長期優先債務格付けとは、債務者(発行体)の債務全体を包括的に捉え、その債務履行能力を評価したものです。このうち、期限1年以内の債務に対する債務履行能力を評価したものを短期優先債務格付けと位置づけています。個別債務の評価(債券の格付け、ローンの格付け等)では、債務の契約内容、債務間の優先劣後関係、回収可能性の程度も考慮するため、個別債務の格付けが長期優先債務格付けと異なること(上回ること、または下回ること)もあります。」JCR ホームページ「長期優先債務の定義改定について」参照 (http://www.jcr.co.jp/top_cont/report_desc.php?no=04d459)。

たことにより、格付会社は同社の格付けを「BB」として、その結果同社が発行する普通社債は「投資不適格債」になるとみなされた。しかし、もし仮に同社の格付が一段階高い「BBB-」とされたならば、同社の発行する普通社債は「投資適格債」とみなされ、推定される普通社債の利率は違ったものになっていたであろう。この点を勘案すれば、同社の格付の推定については、争う余地があったのではないかと思われる。参考とする普通社債の利率が「投資適格債」となることにより低くなれば、同新株予約権付社債の発行が有利発行となる可能性もあり得たと考えられる。

なお、本件においては、新規発行された例のない「BB」格付債券の流通回りを参照することにより有利発行か否か判断することが、果たして適切であったのかという点にも疑問が残る。そもそも日本国内の社債市場では、発行後に格下げされて「投資不適格債」もしくは、「投機的格付債」となった例はあるが、発行時から投資不適格であった例はないからである。実際、丸八証券事件において、社債発行会社（債務者）の普通社債利率想定のために参照されたのは、同格付け（「BB」）他社の流通している社債の格付けではなく、「長期優先債務格付け」であった。

9. MSCB（転換価額修正型新株予約権付社債）における 公正価値と有利発行該当性の問題⁽⁴⁴⁾

（1）MSCB（転換価額修正型新株予約権付社債）における新株予約権の「公正価値」

MSCB（転換価額修正型新株予約権付社債）とは、新株予約権付社債の一種で転換価額が変動する（moving strike）ものをいう。⁽⁴⁵⁾ MSCB の場合にお

(44) 本章の記述は、拙稿「転換価額修正型新株予約権の『公正価値』— MSCB、MS ワラント等の公正価値と有利発行該当性に関する考察」法律時報89巻2号88頁以下を元に、加筆修正を行ったものである。

(45) ちなみに、梅本剛正「MSCB と不公正な証券取引」民商法雑誌134巻6号885頁等によれば、「MSCB」は和製英語であり、アメリカではこのような英文呼称は

いても、新株予約権付社債一般と同様のアプローチにより、当該社債に内包される新株予約権の価値とオプションモデル等によって単独に評価した新株予約権の価値を比べることで、有利発行該当性の検証を行うことは可能である。そして、MSCB に内包される新株予約権の価値は、通常の新株予約権付社債と同様に「①普通社債の(推定)利率－②新株予約権付社債の利率」を現在価値修正したものであると考えられる。

しかしながら、MSCB の場合、普通社債の発行が困難な会社により発行される場合が多く想定されるため、普通社債の推定利率が非常に高くなる。発行会社の格付けが投資不適格等の場合、普通社債の推定利率が例えば20%というようなこともあり得る。一方で新株予約権付社債の利率はMSCB の場合0%であることが一般的なため、「①－②」の「内包される新株予約権の価値」も非常に大きくなるのが一般的であるため、新株予約権付社債一般と同様のアプローチによった場合、有利発行にならない可能性も大きくなっている。MSCB の場合は、以上のような「オプション料の適正性」の観点に加え、「転換価額の適正性」の観点からの検証も必要となる。それゆえ、以下のような MSCB の特性を勘案した判断基準によっても、有利発行該当性が検証される必要がある。

通常の新株予約権付社債の場合は、社債の発行時点での発行会社株式の市場価格が転換価額とされることが一般的であり、オプション取引の観点からは、オプション行使価格が「アット・ザ・マネー」になっている。「アット・ザ・マネー」の状態では、権利行使価格(転換価額)と原資産価格(市場価格)とが等しく、オプション取引の買方が権利行使をした場合に「損益が発生しない状態」を指し、権利行使価格(転換価額)が適正であることが推定される。

しかし、MSCB の場合は、引受人による転換価額が株価の動向によって修正され、一般的にディスカウントが付されているため、おおむね転換権行使価格が株価を下回ることになるため、既存株主に比して有利な発行

用いられないとされる。

になる可能性が高い。さらに、MSCB の場合は、転換価額決定時から売却可能時までのタイムラグが短いほど、また株価参照期間が短いほど、引受人が確実に利益を得る可能性が高くなる。

株式の公募の場合には、当該株式の引受時から売却時までの期間の価格変動リスクを勘案して、市場価格から一定のディスカウントを行った価格で発行することが一般的である。最近の我が国における株式公募価格の平均的なディスカウント率は、「数%程度」とされている。この点、公募価格のディスカウント率は市場構造の進展とともに変化することを十分に理解し、特に、株式の時価発行が困難であった時代の数値を安易に参照しないことが重要である。⁽⁴⁶⁾

MSCB の場合にも、転換価額決定時から売却可能時までのタイムラグによる価格変動リスクがありうるため、一定のディスカウント（転換価額の下方修正）は許容されうるものと考えらるべきであろう。ただし、株式公募や第三者割当増資（後述）の実務におけるディスカウント率をそのまま当てはめることは危険である。MSCB の場合は、その特性を勘案し、例えば、「対象株価の過去 1 年間の日次のデータを用い、転換価額決定日から売却可能日までの期間の株価変動率の平均値を求め、それを以ってディスカウント率の上限とする」といった基準により判断すべきであろう。〔「転換価額決定日」は、転換価額修正のタイミングを基に決まる。また、「対象株価の参照期間」については、一般論としてできるだけ直近の株価の動きを反映させるべきではあるが、決算発表やいわゆる配当落ち（剰余金配当支払請求権の行使期間終了）の時期等によっても株価の動きに違いが生じると考えられることから、これらの影響を平均化すべく「1 年程度の株価参照期間」を設定することが適切ではないかと考えられる〕。こうした基準によれば、転換価額修正の頻度、株価参照期間といった、個別の

(46) 例えば1970年頃の調査では、ディスカウント率は20～25%であった。松本啓二『クロス・ボーダー証券取引とコーポレート・ファイナンス—その実務と資本市場の黒子達』（金融財政事情研究会、2006年）94-95頁参照。

MSCB (または MS ワラント) の取引条件を反映して、許容されうるディスカウント率 (転換価額下方修正の限度) を個別取引ごとに設定することが可能となる。

(2) MSCB 発行と第三者割当増資との相違～第三者割当増資に関する「日証協ルール」について

MSCB の株式への転換の際のディスカウント率 (下方修正率) をめぐっては、「MSCB の発行は、毎月、時価の90%程度相当額で第三者割当増資を行うこととする場合と基本的に異ならない」との見解もある⁽⁴⁷⁾。しかし、第三者割当増資は、通常は、一回限りの第三者割当増資について、引受後一定期間の保有を確約されていることから、当該保有期間における価格変動リスクを回避するために第三者割当増資を決定した時点の時価の90%程度相当額での増資を認めているものであり、MSCB のように社債の残存期間中に何度も、時価の90%程度相当額での株式への転換が認められるということとは本質的に異なる。

まず、第一に違いとして挙げられるのは、「第三者割当増資の引受けから当該株式の売却が可能になるまでの期間と、MSCB における (株式への) 転換価額決定から売却が可能になるまでの期間の差」である。MSCB の場合は概してそれらの期間差 (タイムラグ) が非常に小さいため、時価の90%程度相当額で引受けた株式を時価相当額で売却できる可能性が高い。この点は明らかに MSCB の方が第三者割当増資に比して有利発行性が構造的に高い。

日証協ルールは、その制定経緯からみれば、新株発行決議後新株発行効力発生日までの間に新株発行の公表によって市場の需給関係が大幅に変動して株価が下落することや、かつて第三者割当増資の引受人には引受後一定期間の保有を確約されていたことから当該保有期間における価格下落リスクへの対処の必要なことから定められたものであり、MSCB のように

(47) 新家寛「MPO をめぐる法的問題—有利発行か否か」経理情報1072号14頁。

株式への転換価額決定から売却可能時までのタイムラグが比較的短いようなものとは性質に違いがあるものと思われる。⁽⁴⁸⁾

第二に「株式取得機会の多寡」が挙げられる。第三者割当増資の場合は株式を取得する機会は当該割当時の1回であるのに対して、MSCBの場合は償還までの期間中毎月、株式に転換する機会があることが一般的であり、市場動向を勘案しながら株式に転換する割合を決めることができる。⁽⁴⁹⁾そのため、時価の90%程度相当額で取得した株式を時価で売却できる可能性が高くなる。この点もMSCBの方が第三者割当増資に比して有利発行性が構造的に高い。

第三に、MSCBの方が市場での売却において「流動性制約を受けにくいこと」が挙げられる。株式取得後に市場での売却を考えた場合、市場での株式の売買出来高の10%程度が流動性制約の上限と考えられる。第三者割当増資は一度に株式を取得するため、大量株式の取得の場合は、一度に市場で売却することは難しい。一方でMSCBの場合は、複数回に分けての株式転換が可能であるため（毎回時価の90%程度相当額での転換が可能である）売却についての流動性制約が第三者割当増資に比して低くなる。この点もMSCBの方が第三者割当増資に比して有利発行性が構造的に高い。

（３） 具体的事例 ①ニッポン放送事件における MSCB

ニッポン放送事件においては、ライブドアがニッポン放送買収のための資金調達としてリーマン・ブラザーズ証券会社に対するMSCB発行を行ったとされている。⁽⁵⁰⁾当該MSCBの主要な発行条件は以下の通りである。

(48) 中山龍太郎「行使価額修正条項付新株予約権を用いた資金調達の可能性と課題—MSCBを中心に」武井一浩＝中山龍太郎＝郡谷大輔＝有吉尚哉編『資金調達ハンドブック』128頁（商事法務、2008年）等参照。

(49) 同旨、久保田・前掲注11・79頁等。

(50) 弥永真生「MSCB（クロスワード会社法 第5回）」法学セミナー626号103頁参照。

株式会社ライブドア2010年満期ユーロ円建転換社債型新株予約権付社債
(2005年2月8日)

①本新株予約権の行使に際して払込をなすべき額は、本社債の発行価格と同額とする。

②本新株予約権の行使に際して払込をなすべき1株当たりの額（以下「転換価額」という。）は、当初450円（以下「当初転換価額」という。）とする。

③転換価額の修正※

本新株予約権付社債の発行後、毎週金曜日（以下「決定日」という。）の翌取引日以降、転換価額は、決定日までの3連続取引日（終値のない日は除き、決定日が取引日でない場合には、決定日の直前取引日までの3連続取引日とする。）の株式会社東京証券取引所における当社普通株式の普通取引の毎日の売買高加重平均価格の平均値の90%に相当する金額（以下「修正後転換価額」という。）に修正される。但し、かかる算出の結果、修正後転換価額が157円（以下「下限転換価額」という。但し、下記④により調整される。）を下回る場合には、修正後転換価額は、下限転換価額とする。

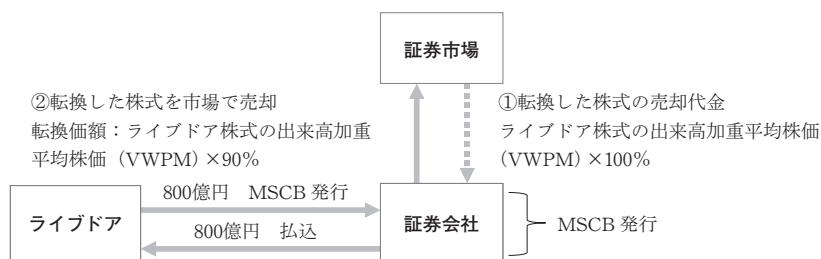
※毎週水、木、金曜日の売買高加重平均価格の平均値の90%に相当する金額に価格修正

④転換価額の調整

転換価額は、本新株予約権付社債発行後、当社が普通株式の時価を下回る価額で当社普通株式を発行または処分する場合（但し、当社の普通株式に転換される証券もしくは、転換できる証券又は、当社の普通株式を交付を請求できる新株予約権（新株予約権付社債に付されたものを含む。）の転換又は行使による場合を除く。）には、次の算式により調整される。（略）

本件スキームでは、MSCBの転換価額が、毎週、売買高加重平均の90%に相当する金額に修正されるため、転換した株式を市場価格で売却することにより、MSCBの発行価格の10%相当の利益（約80億円）をほぼ価格変動リスク無しで得られることができるものとなっている。現実には、転換価額が決定してから市場で売却するまでのタイムラグによる価格変動リスクが生じるが、本件では、ライブドア社社長が保有していた800

図表 3：ニッポン放送事件における MSCB



億円分の株式が証券会社側に貸し付けられる契約が付帯されていたと言われており、その場合には、証券会社が借り受けた株式を MSCB 転換価額決定日と同日に市場で売却することにより、価格変動リスクなしに10%の利益を得られたことになる。

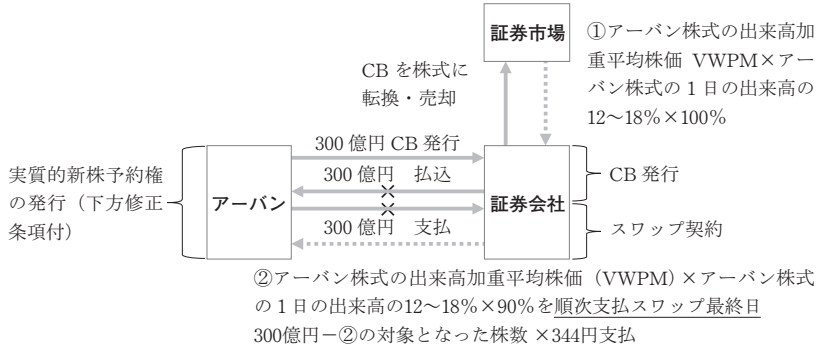
具体的事例 ②アーバンコーポレイション事件における“実質的 MSCB”⁽⁵¹⁾

本件は、転換社債の発行とスワップ取引が一体となって MSCB 発行 (MS ワラントの無償割当て) と同様の効果がもたらされたケースである。引受証券会社が社債の対価として支払った300億円は、スワップ契約により直ちにアーバンより引受証券会社へ支払われているため、引受証券会社の実質的な投資金額は、スワップ取引の対象となる株数×344円 (上限300億円) となる。引受証券会社は、スワップ取引の対象となる株数を転換価額344円で株式に転換の上、市場で売却し、その90%をスワップ契約によりアーバンに支払うことで残りの10%の利益を価格変動リスクなしに得ることになる。(図表 4 における「①-②」)

本件スキームでは転換社債とスワップ契約の組み合わせにより MSCB 発行と同様の効果がもたらされるが、転換価額修正頻度および転換価額を決定するための株価参照期間は、何れも毎日であるため、ディスカウント

(51) 図表 4 については、太田洋「アーバンコーポレイション・BNP パリパ間の『CB・スワップ組合せ取引』に関する検討」商事法務1865号72頁を元に作成。

図表 4：アーバンコーポレイション事件のスキーム



率（10％）と同様の利益を得る可能性が極めて高くなる。また、本件は、スワップ契約により引受証券会社が、当初アーバンから300億円を受け取り、スワップ契約終了日に転換社債300億円のうち株式への未転換分をアーバンに返還することによって価格変動リスクをなくしている。以上の結果、本件スキームに関する引受証券会社の最大の利益額は、社債額面300億円 $\times 10\% = 30$ 億円となる（太田・前掲注51・74頁は、引受証券会社が実際に得た純収益の額から勘案しても、本件取引に関し結果的に少なくとも12億円弱の収益があったものとする）。このように、本件スキームの実質が適切に理解されるならば、引受証券会社にMSワラント（転換価額修正型新株予約権）が無償交付されたと同様の効果が生じる（発行された転換社債と組み合わせると、事実上の「MSCB」発行とみなすことができる）。

なお、アーバン側にMSCBをいつでも期前償還する権利があること（anytime callable条項、取得条項の一種）により、こうした条項を有するMSCBにおける新株予約権の価値はほとんどないとの主張が行われることがあるが、本件MSCBの発行時点において、アーバン社に代替資金調達の可能性がほとんど見込まれなかったことから、本件において当該anytime callable条項に基づいて新株予約権の価値を大幅に低く評価することは、不適切である〔新株予約権の公正価値評価に関する取得条項の評

価に際して、発行会社の代替資金調達の可能性に鑑み、同旨の判示を行った事案として、サンテレホン事件（前掲注27）がある】。

さらに、本件においては、引受証券会社による転換対象株式等を決済玉とする大規模な空売りが行われたとされている。MSCB や MS ワラントを引受けた証券会社が転換対象株式の（取引所の直近公表価格以下で）空売りを行うことは、新株予約権等の公正かつ円滑な行使を阻害する行為として、日証協のルールにより禁止されているが（日証協理事会決議『会員における MSCB 等の取扱いについて』第 6 条、2007 年 5 月 29 日）、本件では、形式上は通常の転換社債型新株予約権付社債が発行されたため、同（自主）規制の適用対象外ということになったと思われる。こうした脱法（ルール）的なケースに対応するためにも、新株予約権等の行使により取得した株式を、対象株式の空売りの決済玉として使用することに対しても、金商法関連等の行為規制が必要と思われる。⁽⁵²⁾

（４） MSCB の公正価値と有利発行該当性に関する総括

MSCB の場合においても、新株予約権付社債一般と同様のアプローチにより、当該社債に内包される新株予約権の価値とオプションモデル等によって単独に評価した新株予約権の価値を比べることで、有利発行該当性の検証を行うことは可能である。しかしながら、MSCB の場合は、「オプション料の適正性」の観点に加え、「転換価額の適正性」の観点からの検証も必要となるため、以下のような MSCB の特性を勘案した判断基準によっても、有利発行該当性が検証される必要がある。

通常の新株予約権付社債の場合は、社債の発行時点での発行会社株式の市場価格が転換価額とされることが一般的であるが、MSCB の場合は、引受人による転換価額が株価の動向によって修正され、一般的にディスカウント（下方修正条項）が付されているため、おおむね転換価額が株価を

(52) 拙稿・前掲注 2 「不公正なエクイティ・ファイナンスと新株予約権」 137 頁参照。

下回ることになり、既存株主に比して有利な発行になる可能性が高い。さらに、MSCB の場合は、転換価額修正が頻繁であるほど、転換価額を決定するための株価の参照期間が短いほど、引受人が確実に利益を得られる可能性が高くなる。

MSCB の株式への転換の際のディスカウント率をめぐっては、「MSCB の発行は、時価の90%程度相当額で第三者割当増資を行うこととする場合と基本的に異ならない」との見解もある。しかし、第三者割当増資は、通常は、一回限りの第三者割当増資について、引受後一定期間の保有を確約されていることから、当該保有期間における価格変動リスクを回避するために第三者割当増資を決定した時点の時価の90%程度相当額での増資を認めているものであり、MSCB のように社債の残存期間中に何度も、時価の90%程度相当額での株式への転換が認められることは本質的に異なる。第三者割当増資と MSCB の具体的な相違としては、①「第三者割当増資の引受けから当該株式の売却が可能になるまでの期間と、MSCB における転換価額決定から売却が可能になるまでの期間の差」、②「株式取得機会の多寡」、③「市場での売却の際の流動性制約の程度」が挙げられる。

MSCB の場合にも、転換価額決定時から売却可能時までのタイムラグはあり、価格下落リスクが生じうるため、一定のディスカウント（転換価額の下方修正）は許容されうるものと考えられる。しかしながら、株式公募や第三者割当増資の実務におけるディスカウント率をそのまま当てはめることは危険である。MSCB の場合は、その特性を勘案した基準により、転換価額修正の頻度・株価参照期間といった個別の取引条件を反映して、許容されうるディスカウント率を個別取引ごとに設定することが必要となろう。例えば、「対象株価の過去1年間の日次のデータを用い、転換価額決定日から売却可能日までの期間の株価変動率の平均値を求め、それを以ってディスカウント率の上限とする」といった基準が考えられる。ただし、こうしたディスカウント率の許容は、MSCB 等の引受人が借株等を

用いて不公正な利益を取得していないことが前提となる点も、見落とされてはならない。

MSCB 等についてはその弊害が種々主張される一方で、一定の場合には発行会社やその株主にメリットをもたらすとの見解もある。MSCB 発行等の際してそのメリットが主張されるのであれば、有利発行の可能性がありうる場合は、株主総会特別決議を経て有利発行規制に服したうえで発行することが本来のあり方である⁽⁵³⁾。

MSCB や MS ワラント等の「転換価額修正型新株予約権」を用いたスキームの適正性が、本稿において検討したような「公正価値評価」の観点から、具体的に見直されることが望ましい。

おわりに

本稿では、新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」の問題について考察した。新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」の評価方法としては、従来から見解の対立があった「分離評価」説と「一体評価」説が収斂・統合する視点を、私見として述べた。

具体的な裁判例の検討としては、オートバックスセブン事件を題材に、新株予約権のオプション価値評価の前提条件に関する考え方を整理した。もとより、これらの前提条件は事案ごとに異なるものであろうが、本稿で提示した考え方は他の事案への応用をも想定して述べたものである。また、同事件に関して論じられるべきであった非常に重要な論点として、社債利率の「比較可能性」の問題を指摘した。そして、この点の適切な理解

(53) 弥永・前掲注50・105頁等参照。

(54) 例えば、オープンループ事件（札幌地決平成18年12月13日金融・商事判例1259号14頁）で発行された新株予約権は、MS ワラント（転換価額修正型新株予約権）であるといえる。社債発行を伴わない「新株予約権」単体の有利発行該当性が争われた事案、及びそうした事案における当該新株予約権の「公正価値」に関する問題については、別稿で改めて言及することとしたい。

を前提とすれば、本件における「追加スプレッド」の合理性に関する判断は、本件新株予約権付社債の有利発行該当性の有無に直接つながりうる重要な論点であったことが再認識される。さらに、丸八証券事件の検討を通じては、投資不適格と判断された同社の普通社債の推定利率が果たして適切なものであったか、といった問題等を指摘した。

なお、MSCBの公正価値や有利発行該当性をめぐっては、通常の新株予約権付社債において考慮すべき「オプション料の適正性」の観点に加え、「転換価額の適正性」の観点からの検証も必要となるため、MSCBの諸特性を勘案した判断基準によって有利発行該当性が検証される必要があることを指摘し、具体的な試論も行った。

本稿の執筆の際に一貫して企図していたことは、新株予約権付社債における新株予約権の「公正価値」をめぐる紛争において、価値評価の方法論そのものを提示することではなく、「専門家により行われた価値評価を法律家がいかに精査し、適切な法律論に結び付けるか」の見通しを与えることである。この試みがどれだけ成功しているかは読者の判断に委ねるしかないが、こうした試みが今後の議論の契機になれば幸いである。